



**MINISTÈRE
DE L'EUROPE
ET DES AFFAIRES
ÉTRANGÈRES**

*Liberté
Égalité
Fraternité*

DIRECTION GÉNÉRALE DE L'ADMINISTRATION
ET DE LA MODERNISATION

DIRECTION DES RESSOURCES HUMAINES

Bureau des concours et examens professionnels

**CONCOURS EXTERNE, INTERNE ET 3^{ème} CONCOURS
POUR L'ACCÈS AU CORPS DES ADMINISTRATEURS DE
L'ÉTAT DÉNOMMÉS « CONCOURS D'ORIENT »
AU TITRE DE L'ANNÉE 2023**

ÉPREUVES ÉCRITES D'ADMISSIBILITÉ

Jeudi 8 septembre 2022

ECONOMIE

*Rédaction, à partir d'un dossier, d'une note ayant pour objet de vérifier l'aptitude à l'analyse
de données économiques ainsi que des enjeux économiques et de développement
internationaux*

Durée totale de l'épreuve : 5 heures

Coefficient : 3

Ce dossier comporte 25 pages (page de garde et sommaire non compris)

SUJET : Le risque de stagflation en Europe.

SOMMAIRE

Document 1 :

« Comprendre les risques de la stagflation en 5 questions », *Les Echos*, le 5 mai 2022 p.1

Document 2 :

« Special Focus 1: Global Stagflation », *Global Economic Prospects – June 2022*p.5

Document 3 :

« Prévisions économiques du printemps 2022 : l'invasion russe met à l'épreuve la résilience économique de l'UE », *Communiqué de presse de la Commission européenne*, Bruxelles, le 16 mai 2022..... p.15

Document 4 :

« De la stagflation à la dépression », Jean-Paul Fitoussi et Jacques Le Cacheux..... p.19

Document 1 :

Comprendre les risques de la stagflation en 5 questions

Les Echos, le 5 mai 2022

Par Pauline Verge

Croissance en berne et hausse des prix ne font pas bon ménage. Longtemps restée impensée par les économistes, l'association de ces deux dynamiques représente un dilemme macroéconomique pour les décideurs politiques comme pour les banques centrales.

La conjoncture économique pourrait-elle devenir hors de contrôle ? La croissance française est au point mort, tandis que l'inflation poursuit son inexorable hausse. Selon les données de l'Insee, le PIB français a fait du sur place au premier trimestre 2022. Une stabilité qui défie les prévisions : l'institut prévoyait une croissance de 0,3 % sur la période. La Banque de France, qui misait sur 0,5 %, a finalement revu à la baisse ses prévisions, à 0,25 %, quelques semaines avant la publication de l'Insee.

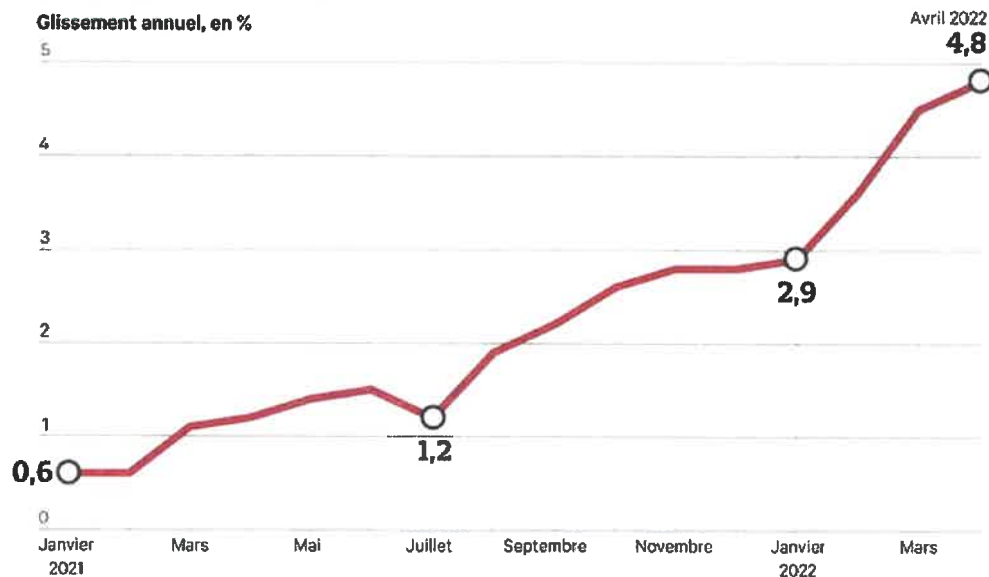
Pourquoi l'augmentation des prix associée à un ralentissement de l'activité économique est-elle inquiétante ? Quelles en seraient les conséquences sur l'économie, et de quels outils disposons-nous pour sortir de ce cercle vicieux ?

1. Pourquoi la conjoncture économique inquiète-t-elle autant ?

Après le fort rebond de l'économie française à la suite de la série de confinements en 2020 (7 % de croissance en 2021), le coup d'arrêt est brutal. La guerre en Ukraine et la politique zéro Covid de la Chine - qui conduit à des confinements particulièrement stricts -, bousculent l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. Ils provoquent ainsi une baisse de la production et une forte incertitude des entreprises comme des consommateurs, qui ajustent leurs dépenses. La consommation des ménages a reculé de 1,3 % au premier trimestre. Mais ce n'est qu'une partie du problème.

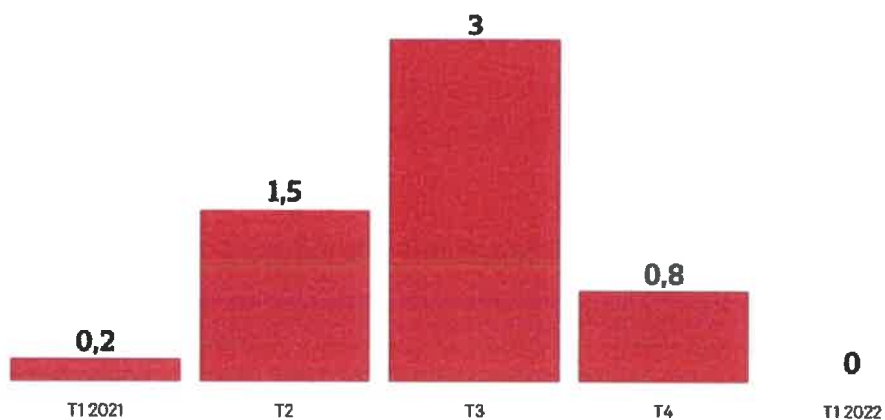
En parallèle, l'inflation - déjà poussée par la reprise économique amorcée en 2021 -, poursuit son ascension. Au mois d'avril, les prix ont augmenté de 4,8 % sur an en France, selon l'Insee. Ils sont tout particulièrement tirés à la hausse par les prix de l'énergie, qui ont bondi de 26,6 % au cours des douze derniers mois. Un tel niveau est une nouveauté : depuis la création de l'euro, l'inflation n'avait jamais dépassé la barre des 3 % annuels en France.

Le taux d'inflation ...



... et la croissance économique

Variation trimestrielle du PIB, en %



SOURCES : INSEE, BLOOMBERG, OCDE



2. Qu'est-ce que la stagflation ?

Contraction de « stagnation » et d'« inflation », la stagflation désigne la cohabitation, durant plusieurs trimestres, d'une croissance très faible ou au point mort et d'une inflation forte. Le terme a fait son apparition dans les années 1970, face à la conjoncture économique défavorable qui s'est imposée dans les pays de l'OCDE.

Jusqu'alors, la plupart des économistes pensaient qu'il existait une relation inverse et stable entre l'inflation et le niveau de chômage. C'est la « courbe de Philips ». Elle se fonde sur le raisonnement selon lequel une augmentation de la demande de biens et services fait augmenter les prix et encourage les entreprises à investir et à embaucher, suscitant ainsi encore plus de demande. Durant les années 1950 et 1960, la banque centrale américaine a par exemple suivi ce raisonnement en injectant de l'argent dans l'économie dans le but de stimuler la demande de biens et services.

Une certitude bousculée par le choc pétrolier de 1973 à la suite de l'embargo des pays de l'OPEP sur le pétrole. Dans les pays de l'OCDE, « ce choc sur les prix des matières premières a entraîné une hausse des salaires, une inflation généralisée, et a perturbé la productivité, affectant profondément la croissance », détaille François Ecalte, président de Fipeco et conseiller maître honoraire à la Cour des comptes. Ce dernier fait un rapprochement entre le choc sur les matières premières de 1973 et celui qui pèse sur les prix du gaz aujourd'hui.

3. Pourquoi est-ce un cercle vicieux ?

Ces deux dynamiques - une croissance en berne associée à une inflation forte - représentent un paradoxe économique qui s'auto-entretient et auquel il est délicat de trouver une parade efficace sans risquer d'aggraver la situation. L'inflation et la croissance en berne ont toutes les deux un impact particulièrement négatif sur la consommation des ménages, alors que cet indicateur est considéré comme un des moteurs de l'économie française.

L'absence de croissance et les incertitudes qui pèsent sur la chaîne d'approvisionnement affectent l'investissement des entreprises, qui recrutent également moins et risquent de licencier davantage, provoquant une augmentation du chômage. « Le risque de déclenchement d'un tel cercle vicieux est très inquiétant », commente François Ecalte.

D'autant que les outils à notre disposition pour lutter contre l'inflation risquent en effet d'affecter négativement la croissance, et vice-versa. « On a eu beaucoup de mal à sortir de la stagflation des années 1970 : les Trente piteuses ont d'ailleurs fait suite aux Trente glorieuses », poursuit-il. « Ce qui nous a mis sur la bonne voie, c'est un contre-choc pétrolier : les prix du pétrole ont fini par baisser à la fin des années 1970 car on a développé d'autres sources d'énergie, dont le nucléaire. »

4. Quel impact sur l'économie ?

« En termes économiques, la croissance est en baisse et l'inflation en hausse. En termes humains, les revenus des gens sont en baisse et les difficultés augmentées », résume la directrice générale du FMI, Kristalina Georgieva. En plus de ses conséquences sur l'investissement des entreprises, la stagflation affecte la confiance que les consommateurs accordent à la monnaie : la valeur relative de leur épargne et de leurs salaires diminue du fait de l'augmentation du coût de la vie.

Sur le long terme, elle risque également de se traduire par un fort impact sur l'emploi et le niveau des salaires, et donc sur l'épargne. Sur les marchés financiers, le passage d'une conjoncture marquée par des taux d'intérêt bas et un niveau d'inflation maîtrisé, à une période de stagflation, est source de volatilité. Pour se prémunir de ses effets, les investisseurs et épargnants ont alors plus intérêt à se tourner vers des investissements plus risqués.

5. De quels outils dispose-t-on pour y répondre ?

La stagflation « pose un très gros problème de politique macroéconomique et met les décideurs face à un dilemme », souligne François Ecalte. En matière de politique monétaire, la réponse à l'inflation utilisée par les banques centrales est d'augmenter leurs taux d'intérêt. Problème : une telle stratégie risque de freiner encore davantage la croissance, en limitant la consommation et les investissements. D'autant que l'économie européenne ne semble pas encore être en situation d'excès de demande, puisqu'elle reste encore inférieure à son niveau d'avant la crise du Covid.

Sur le plan budgétaire, l'augmentation des aides publiques pour relancer l'activité économique aurait néanmoins pour effet d'encourager l'inflation. A l'inverse, une réduction des dépenses risque de se faire, cette fois, au détriment de la reprise de l'activité économique. « Tout l'enjeu

est de doser correctement les politiques monétaires et budgétaires pour ne pas aggraver la conjoncture », pointe François Ecalte.

Qu'elle soit monétaire ou budgétaire, une réponse adéquate à un choc sur les matières premières semble particulièrement difficile à trouver. « Il faut accepter cette perte de pouvoir d'achat et espérer un contre-choc, peut-être en développant des énergies alternatives et en misant sur le nucléaire et le renouvelable. C'est la seule solution structurelle », suggère le président de Fipeco.

Special Focus 1 : Global Stagflation

Global Economic Prospects – June 2022

World Bank Group Flagship Report 173 - May 2022

Global inflation has risen sharply from its lows in mid-2020, on rebounding global demand, supply bottlenecks, and soaring food and energy prices, especially since the Russian Federation’s invasion of Ukraine. Markets expect inflation to peak in mid-2022 and then decline, but to remain elevated even after these shocks subside and monetary policies are tightened further. Global growth has been moving in the opposite direction: it has declined sharply since the beginning of the year and, for the remainder of this decade, is expected to remain below the average of the 2010s. In light of these developments, the risk of stagflation—a combination of high inflation and sluggish growth—has risen. The recovery from the stagflation of the 1970s required steep increases in interest rates by major advanced-economy central banks to quell inflation, which triggered a global recession and a string of financial crises in emerging market and developing economies (EMDEs).

[...]

There has been considerable debate about current stagflation¹¹ risks. Some researchers have warned that the recent surge in inflation around the world could mark a permanent ratcheting up of price pressures after two decades of low and stable inflation.² Some have also noted parallels between the current episode and the stagflation of the 1970s, including similarly negative real interest rates in both periods and the possibility of a wage-price spiral set off by rapid wage growth (Blanchard 2022; Summers 2022).³ However, others have pointed to material differences from the 1970s, especially in the conduct of monetary policy, which may help prevent another bout of stagflation: the inflation-fighting credentials accumulated since the 1980s and recent evidence of broadly stable long-term inflation expectations (DeLong 2022, Reifschneider and Wilcox 2022).⁴

Thus far, markets expect that inflation in the near future will decline, albeit remaining elevated, as global growth cools, monetary policy gets tighter, fiscal support is withdrawn, energy and food prices level off, and supply bottlenecks ease. Moreover, most commentators argue that monetary policy has the tools to return inflation to target rates over time. However, if inflation expectations de-anchor, as they did in the 1970s, as a result of persistently elevated inflation and repeated inflationary shocks, the interest rate increases required to bring inflation back to target will be greater than those currently anticipated by financial markets. This raises the specter of the steep increases in interest rates that brought inflation under control but also triggered a global recession in 1982 (Goodfriend 2007). [...]

¹¹ While there is no precise definition of stagflation, the term has been used to refer to a combination of high inflation and low growth (or high unemployment). Some researchers have focused on output growth and considered stagflation as a “combination of low or negative output growth, and inflation that is high by historical standards” (Barsky and Killian 2002). Others have focused on unemployment, and defined stagflation as “combinations of either increasing or persistently high levels of unemployment and inflation,” even defining an “economic misery index” as the sum of the unemployment rate and inflation (Bruno and Sachs 1979, Welsch 2007).

² For these arguments, see Borio et al (2022); Eo, Uzeda, and Wong (2022); Forbes, Gagnon, and Collins (2021); and Ha, Kose, and Ohnsorge (2022).

³ Gagnon (2022) cautions that the relationship between unemployment and inflation (the Phillips curve) is highly nonlinear and, as a result, current expectations of declining inflation with limited increases in unemployment may prove too optimistic. Rogoff (2021) discusses the role of politically motivated spending in driving inflation by drawing parallels between mounting fiscal pressures in the 1970s and the current growth in public pension obligations.

⁴ Wilcox (2022) cautions against interpreting the 1970s as a lesson that only forceful policy tightening can lower inflation; instead, he argues, the lesson is that an excessive policy tightening in response to supply shocks, to compensate for previous excessive loosening, will cause a recession

Echoes of the stagflation of the 1970s?

The rapid emergence of above-target inflation around the world has raised concerns that an era of low inflation is coming to an end. Forces supporting the global expansion of output in recent decades—which included technological advances, the shift of labor out of agriculture in many EMDEs, globalization, and rapid population growth—were strongly disinflationary. As these fade, alongside recent supply shocks, inflationary pressures could build, echoing the experience of the 1970s, when large supply shocks, accommodative policies, and a fading of structural forces that promoted growth and disinflation triggered prolonged stagflation. A key difference that mitigates the risk of such a reoccurrence is that improved monetary policy frameworks in advanced economies and many EMDEs have strengthened central bank credibility and helped anchored long-term inflation expectations.

Similarities to the 1970s

The current juncture resembles the early 1970s in three key respects: supply shocks and elevated global inflation in the near-term, preceded by a protracted period of highly accommodative monetary policy in major economies, together with recent marked fiscal expansion; prospects for weakening growth over the longer term, which echo the unforeseen slowdown in potential growth of the 1970s; and vulnerabilities in EMDEs to the monetary policy tightening by advanced economies that will be needed to rein in inflation.

Supply shocks after prolonged monetary policy accommodation. Supply disruptions driven by the pandemic and the recent supply shock dealt to global energy and food prices by Russia's invasion of Ukraine resemble the oil shocks in 1973 and 1979-80 (figure SF1.4.A). The 1970s witnessed the largest energy and food price shocks of the past fifty years. Price increases between April 2020 to March 2022 were the second largest for energy and third largest for food for any equivalent period since 1970 (figure SF1.4.B). Then and now, monetary policy generally was highly accommodative in the run-up to these shocks, with interest rates negative in real (inflation-adjusted) terms for several years (figures SF1.4.C and SF1.4.D). Global real interest rates averaged -0.5 percent over both the 1970-1980 and the 2010-2021 periods. The experience of the 1970s was that the delay in raising monetary policy rates ultimately made the required increase much greater (figure SF1.4.E). After several months of above-target inflation in major advanced economies, a steeper-than-anticipated policy tightening may now again be required to return inflation to target—and this might trigger a hard landing (Blanchard 2022; Summers 2022; Gagnon 2022). With EMDE debt at multidecade highs, the associated rise in global borrowing costs and exchange rate depreciations may trigger financial crises, as it did in the early 1980s.

Weaker growth. The global economy has been emerging from the pandemic-related global recession of 2020, just as it did during the stagflationary period after the global recession in 1975 (figure SF1.4.F).⁵ While the inflation run-up since the 2020 global recession triggered by the COVID-19 pandemic has been less steep than that after the 1975 recession, the projected growth slowdown is considerably steeper. Between 2021 and 2024, global growth is projected to slow by 2.7 percentage points, more than twice as much as between 1976 and 1979. The slowdown is expected to be particularly pronounced for advanced economies, but it will also be significant for EMDEs. This slowdown mostly represents a return to potential growth after the post-recession rebound, which reflected the response to massive policy stimulus.

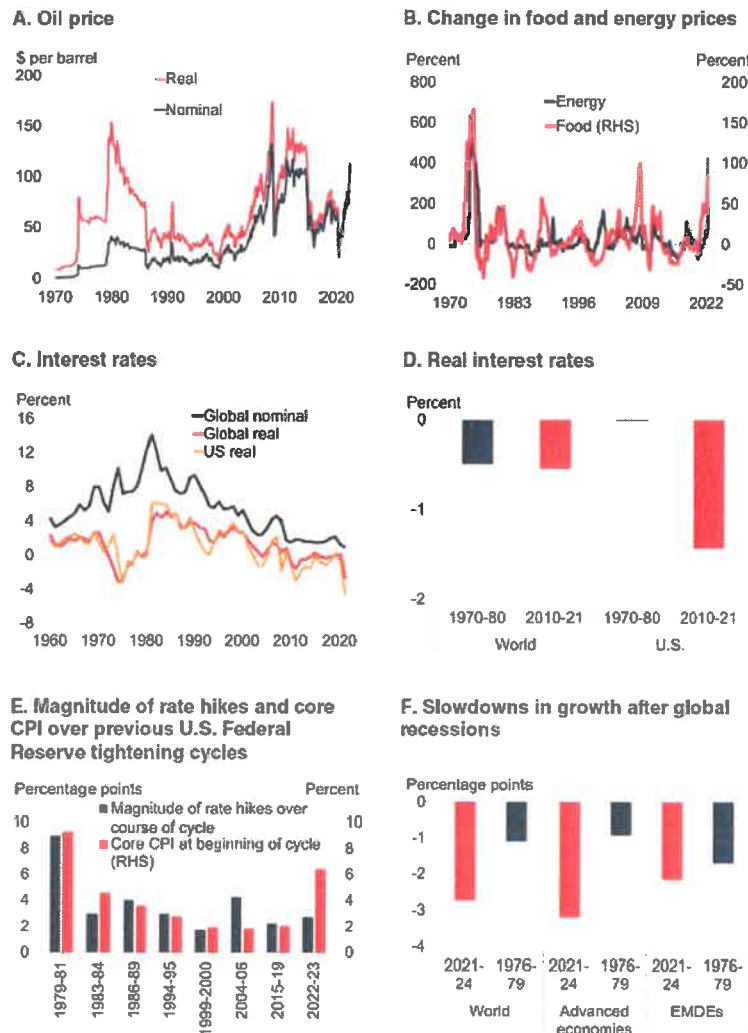
Over the 2020s as a whole, potential global growth is expected to slow 0.6 percentage point

⁵ The global recession of 1975 followed the first major oil price shock the world economy had ever experienced (Kose and Terrones 2015). Oil prices shot up fourfold following the OPEC's oil embargo that began in October 1973. Although the embargo ended in March 1974, the supply shock associated with the sharp rise in oil prices quickly translated into a substantial increase in inflation and a deep contraction in output in a number of countries.

below the 2010s average. This structural weakening would resemble the prolonged growth slowdown during the stagflation of the 1970s. For comparison, annual average global growth slowed by 1.2 percentage point between the 1960s and 1970s and by another 1.1 percentage point during the 1980s (to 3 percent on average, Kose, Sugawara and Terrones 2021)⁶. The current juncture also invites comparisons to the persistent overestimation of potential growth and underestimation of output gaps in the 1970s.⁷

FIGURE SF1.4 Developments in the 1970s and 2020s: Similarities

Recently, as in the 1970s, inflation has been rising amid surges in commodity prices and low interest rates. The recent rise in inflation has been accompanied by a steep slowdown in global growth, as in the 1970s.



Sources: Federal Reserve Economic Data; Haver Analytics; World Bank.

Note: CPI = consumer price index.; EMDEs = emerging market and developing economies.

A. Nominal and real crude oil prices (averages of Dubai, Brent, and WTI prices). Real oil prices are deflated by U.S. CPI index (March 2022 = 100).

⁶ This trend slowdown in global potential growth has also been reflected in a steady decline in the neutral real interest rate (Holston, Laubach, and Williams 2017). The gap between actual real interest rates and neutral real interest rates proxies the degree of monetary policy accommodation. Although real interest rates now are much more deeply negative (-3.4 percent in the 2020s) than in the 1970s (nil on average), the gap to the respective neutral rates (4.3 percent in the 1970s, 0.4 percent in the 2020s) is similar. Since the neutral interest rate is unobservable, its estimates are highly uncertain; depend on macroeconomic forces, policy regimes, and estimation approach; and have only a tenuous link to trend output growth (Brand, Bielecki, and Penalver 2018; Clark and Kozicki 2005; Hamilton et al. 2016; Summers and Rachel 2019).

⁷ Some researchers discussed the roles of overoptimistic assessment of the output gap associated with the productivity slowdown of the late 1960s and early 1970s in driving inflation and monetary policy decisions (DeLong 1997, Orphanides 2003, and Blinder and Rudd 2013).

B. Percent change in monthly energy and food price indices over a 24-month period. Because of data limitations, prior to 1979, the energy price change is proxied using the oil price change.

C. D. Figure shows nominal and real (CPI-adjusted) short-term interest rates (Treasury bill rates or money market rates, with the maturity of three months or less). Global interest rates are weighted by GDP in U.S. dollars. Sample includes 113 countries, though the sample size varies by year.

E. Blue bars show the extent of policy rate increases during previous tightening cycles: 1979-81, 1983-84, 1986-89, 1994-95, 1999-2000, 2004-06, 2015-19. Value for 2023 is an estimate based on market expectations for the level of the Fed Funds rate in mid-2023. Core CPI for 2022-23 shows latest data associated with tightening cycle.

F. Figure shows changes in global growth (in percentage points) between 2021-24 and 1976-79; covers three years following a rebound from a global recession.

Differences from the 1970s

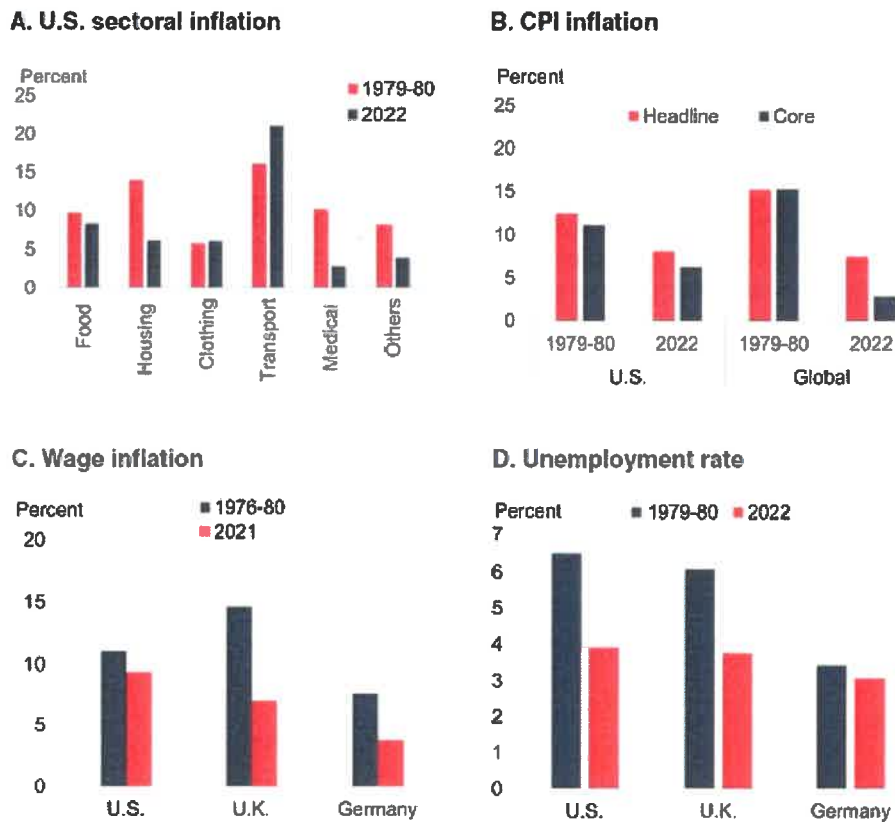
There are some important cyclical and structural differences between the 1970s and the current situation.

Smaller shocks. At least thus far, the magnitude of commodity price jumps has been smaller than in the 1970s. In the wake of the two major oil crises, oil prices quadrupled (in U.S. dollar terms) in 1973-74 and doubled in 1979-80. As of May 2022, oil prices have roughly tripled from their lows of early 2020 and doubled since early 2021, but to a level that is still only about two-thirds of those in 1980. For now, global inflation in 2022 is still less broad-based than it was in the 1970s, and core inflation has remained relatively low in most countries, even if it has recently picked up.⁸ This stands in contrast to 1979-80, when a steep global inflation acceleration was broad-based across virtually all sectors (figures SF1.6.A and SF1.6.B). High inflation in some sectors is expected to return to low levels once supply disruptions ease and commodity prices stabilize (Ilzetzki 2022). However, the rate of unemployment is lower now than it was at the end of the 1970s implying potentially even larger wage and price pressures (figures SF1.6.C and SF1.6.D).

⁸ The United States is an exception among advanced economies in its much broader-based inflation pressures.

FIGURE SF1.6 Developments in the 1970s and 2020s: Cyclical differences

Inflation is still lower and less broad-based than in the 1970s. Wage growth and unemployment rates are mostly still below those in the 1970s.



Sources: Haver Analytics; International Monetary Fund; OECD; World Bank.

Note: CPI: consumer price index.

- Sectoral CPI inflation (monthly averages of year-on-year inflation) in the United States. 2022 is based on the averages of January to April 2022. “Others” includes communication, recreation, education, restaurants, and miscellaneous sectors.
- Annual averages of headline and core CPI inflation in the United States and global (average across 66 countries). 2022 is based on the averages of January to April 2022.
- D. Annual averages of wage growth (C) or unemployment rate (D). 2022 is based on the averages of January to April 2022.

More credible monetary policy frameworks. Monetary policy frameworks have become increasingly focused on price stability over time. In the 1970s, central banks often faced competing objectives—aiming for both high output and employment, as well as for price stability. Monetary policy in the 1970s, in particular in the United States, has been described as “go/stop” policy that oscillated between concerns about unemployment and inflation and, with the benefit of hindsight, ended up being accommodative (Blinder 1979; Goodfriend 2004). Many central banks in advanced economies, freed in 1971 from the constraints of the Bretton Woods system of fixed exchange rates, aimed to support economic activity with monetary expansion, without realizing that potential output growth had started to slow (DeLong 1997). Monetary policy was guided by a naïve view of the Phillips curve, which suggested tradeoffs between unemployment and inflation that could be exploited for policy purposes (Bernanke 2003).⁹ Policy makers tended to attribute rising inflation to special factors, and

⁹ What became apparent over the 1970s was that the relationship between unemployment and inflation was unstable because changes in inflation expectations, so that a given level of unemployment could be accompanied by any number of inflation outcomes (Friedman 1968; Kuttner and Robinson 2010; Phelps 1968). As a result, central banks today estimate the Phillips curve using the concept of the non-accelerating inflation rate of unemployment, the NAIRU, and take into account inflation expectations (Tootell 1994; Coibion et al. 2018). They no longer consider themselves able to permanently change unemployment (that is, change the NAIRU) but instead focus on achieving inflation targets (Gordon 2011). In the United Kingdom, monetary policy was less reliant on the Phillips curve as a policy tool but generally skeptical of a major role for monetary policy as a driver of inflation (Nelson 2001, Nelson and Nikolov 2004).

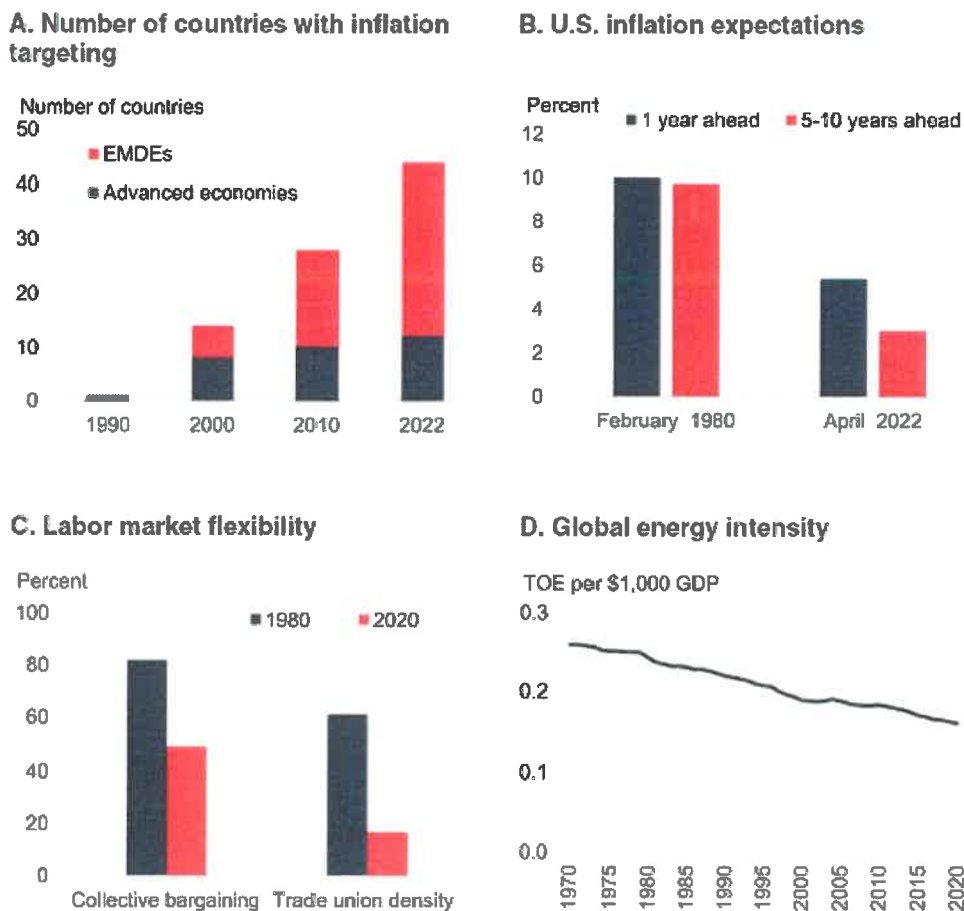
underestimated the size of demand pressures and the persistence of inflation (Blinder 1979; Primiceri 2006).

The vast majority of EMDE central banks sought to maintain exchange rate pegs or tightly managed exchange rate regimes to anchor inflation during 1950-1980 (Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff 2019). These central banks did not have operational independence but often dealt with challenges associated with high inflation, partly driven by chronic fiscal imbalances. In EMDEs, the financial sector was repressed as uncompetitive or government-owned banks kept nominal interest rates artificially low. International capital flows were also subject to controls (Frankel 2010).

In contrast, central banks in advanced economies and many EMDEs now have clear mandates for price stability, typically expressed as an explicit inflation target (figure SF1.7.A). They have adopted transparent operating procedures, announcing and justifying their settings for the policy rate after regularly scheduled monetary policy decision meetings. Over the past three decades, many have established a credible track record of achieving their inflation targets (Bordo et al. 2007; Eichengreen 2022).

FIGURE SF1.7 Developments in the 1970s and 2020s: Structural differences

Inflation expectations are better anchored than in the 1970s. Inflation targeting and lower energy intensity may help contain the transmission of surging global energy prices into core inflation. Wage-setting arrangements are less centralized now than in the 1970s.



Sources: BP Statistical Review; Haver Analytics; OECD; U.S. Energy Information Administration; World Bank.
 Note: TOE=Tonnes of oil equivalent.

A. Based on the clarification of IMF *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* and country-specific sources.

B. U.S. consumer inflation expectations based on April 2022 University of Michigan survey.

C. Collective bargaining rates indicate percent of employees with bargaining powers. Trade union density rates indicate the number of union members as a percent of total employees. Aggregation is based on median across a balanced set of 25 economies.

D. Energy includes coal, natural gas, and oil. TOE stands for tonnes (metric tons) of oil equivalent. Aggregates calculated using GDP weights at average 2010-19 prices and market exchange rates.

Better-anchored inflation expectations. As a result of improvements in policy frameworks and better anchored inflation expectations, inflation—in particular core inflation—has become much less sensitive to inflation surprises (figure SF1.7.B). The correlation of core inflation with import prices or producer prices, which are more sensitive to commodity price shocks, has declined significantly over time, despite continued high correlation between headline CPI inflation and PPI and import price inflation. This weakened correlation is also consistent with better-anchored inflation expectations (Ha, Kose, and Ohnsorge 2019). Similarly, the response of inflation expectations to inflation surprises, another indicator of the strength of the anchoring of inflation expectations, has fallen sharply over the past two decades, especially in advanced economies.

More flexible economies. The 1970s were a time of considerable structural economic rigidities, many of which have since been changed. In the average OECD country, collective bargaining covered four-fifths of employees; and the use of income and price policies as an instrument of inflation control (purportedly to help maintain low unemployment) was widespread among advanced economies, with price and wage controls were put in place in the United States in response to the oil price shock of 1973 (figure SF1.7.C).¹⁰ In 1973, interest rate and credit controls were in place in all but three OECD countries and all EMDEs with available data had interest rate controls and all but one maintained credit controls (Abiad, Detragiache, and Tressel 2010).

The intervening decades have seen sweeping liberalizations of labor, product, and financial markets. By 2020, only half of employees in OECD countries were covered by collective bargaining; and by 2018, product market regulations had eased such that the OECD's product market regulation index has fallen to two-thirds its level two decades previously (Égert and Wanner 2016; OECD 2019). By 2005, interest rate and credit controls had been entirely eliminated in all but five OECD countries; interest rate controls had been removed in about three-quarters of EMDEs and credit controls in almost one-half (Abiad, Detragiache, and Tressel 2010; Calice, Diaz-Kalan, and Masetti 2020). Today's greater economic flexibility, with less centralized wage setting and less financial repression, allow a faster supply and demand response in sectors where prices are rising particularly rapidly and reduce the likelihood of price-wage spirals becoming entrenched.

In addition, the energy intensity of GDP has fallen considerably since the 1970s (figure SF1.7.D; World Bank 2022a; Igan et al. 2022). In advanced economies and EMDEs, energy efficiency has increased, with a steady decline in the amount of energy needed to generate a dollar of income. Oil-importing countries have taken numerous steps to reduce their vulnerability to energy shocks. Instead of oil, they have substituted other sources such as natural gas and renewables, including solar and wind.

Less fiscal accommodation. The 1960s and 1970s were marked by expansionary fiscal policy. In contrast, fiscal policy tightening is expected in coming years as governments withdraw the unprecedented fiscal support provided during the pandemic. In the two dozen advanced economies with available data, primary fiscal balances weakened by 1.5-6.5 percentage points of GDP and government spending rose by 5-25 percentage points of GDP over the course of the 1970s.¹¹ In contrast, today, fiscal policy is expected to tighten in advanced economies

¹⁰ In the United States, in addition to rising energy and food prices, the relaxation of wage and price controls in 1973 also contributed to a jump in inflation in the early 1970s (Blinder 1982).

¹¹ Fiscal policy volatility was substantial in the United States during 1960-80. Great Society spending in the early 1960s was compounded

over the forecast horizon, as governments unwind fiscal support in 2020 that averaged 29 percent of GDP in advanced economies and 7 percent of GDP in EMDEs (World Bank 2022b). By 2023, two-thirds of advanced economies are expected to have unwound most of this stimulus and, by 2024, two-thirds of EMDEs are expected to have done so. This is likely to constitute a major brake on demand growth and help moderate price pressures.

End of stagflation of the 1970s and lessons for today

Policy tightening in the late 1970s and early 1980s to contain high inflation played a major role in triggering a global recession in 1982 and financial crises in EMDEs. This experience illustrates the risk of inflation remaining elevated amid weak growth, forcing a strong monetary policy response, and triggering a global recession and financial crises among the EMDEs. A key lesson from the 1970s is that central banks need to act in a pre-emptive manner to avoid a loss of confidence in their commitment to maintaining low inflation—specified today in their inflation targets—and to prevent a de-anchoring of inflation expectations. Fiscal policy also needs to do its part, not least since monetary policy will struggle to be credible if fiscal positions are unsustainable.

Aftermath of high inflation in the 1970s

Recessions in advanced economies. Eventually, in the late 1970s and early 1980s, monetary policy tightening—guided by prioritization of the aim of restoring price stability—reduced inflation in advanced economies to a median of 3 percent in 1986 from its peak of 15 percent in 1974, and established central bank credibility, although often at the cost of deep recessions with high unemployment.¹² In the United States, for example, short-term interest rates almost doubled between early 1979 and mid-1981, with the federal funds rate reaching a peak of 19.1 percent. In the wake of these interest rate increases, U.S. output contracted by more than 2 percent between early 1981 and mid-1982 and unemployment reached a peak of 10.8 percent in late 1982. The sharp increase in policy rates in the United States coincided with a synchronized decline in global activity and played a major role in triggering the 1982 global recession (figures SF1.8.A and SF1.8.B; Kose and Terrones 2015). In advanced-economy Europe, some central banks had prioritized inflation control early, and had responded earlier to rising inflation. As a result, in these countries, peak inflation was lower than in the United States, although the inflation declines were also accompanied by tighter monetary policy and recessions in the early 1980s.¹³ [...]

Implications for the 2020s

In the near-term, inflation is likely to remain elevated as recent demand and supply shocks continue to affect wage and price setting. But there are reasons to expect that these pressures will prove temporary. Unlike the situation in the 1970s, central banks have well-established inflation targets, strengthened operational autonomy and, in many cases, substantial credibility built up over several decades. Inflation expectations are therefore more likely to remain well anchored, especially if central banks signal their resolve to contain price pressures (Armantier

by Vietnam war spending in the mid-1960s, only partially unwound with the 1968 tax surcharge to rein in inflation, followed by social spending in the run-up to the 1972 presidential election and a tax cut in 1975 to spur a recovery, and then followed by fiscal consolidation amid concerns about inflation (Blinder 2004).

¹² In addition to the United States, many advanced economies tightened monetary policy during this period, including Austria, Canada, Germany, and the United Kingdom.

¹³ Central banks in Germany, Austria, and Switzerland, in particular, operated more transparent and discretionary monetary policies, based partly on their historical experiences of high inflation, compared with other advanced economies (Laubach and Posen 1997). The central banks in these countries kept money supply growth, their main monetary policy tool at the time, lower than in the United States and other major European countries. This resulted in lower inflation in these countries in the late 1970s—on average 2–5 percent in 1976–80—than in the United States (9 percent), the United Kingdom (14 percent), Italy (16 percent), and France (11 percent). Over the same period, output growth in these countries was about 3 percent, comparable to that in the United States and other major European countries.

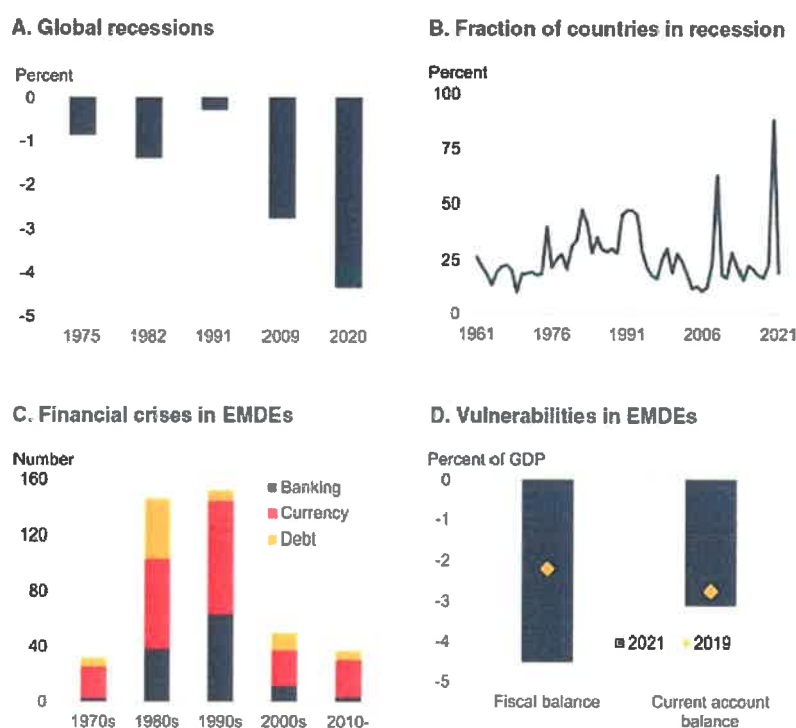
et al. 2022; Bordo and Orphanides 2013). As central banks tighten monetary policy and pandemic-related fiscal stimulus is unwound, demand pressures will moderate; as the supply disruptions caused by Russia’s invasion of Ukraine are priced in, commodity prices will stabilize, albeit at high levels; and as global production lines and logistics adjust, supply bottlenecks will ease (Ilzetzki 2022; Reifenschneider and Wilcox 2022; World Bank 2022a).

However, the experience of the 1970s is a reminder that there is still a considerable risk that inflation remains high or continues to rise. First, there could be further supply shocks which could cause repeated inflation overshoots that may eventually de-anchor inflation expectations.

Second, central banks could fail to reach their inflation targets often or long enough that the public loses confidence in their commitment or ability to maintain price stability. While wage growth thus far has generally been moderate outside the United States, higher inflation expectations could eventually raise it and become entrenched in institutional arrangements such as automatic indexation and cost-of-living adjustments (Boissay et al. 2022).

FIGURE SF1.8 End of stagflation of the 1970s and vulnerabilities in EMDEs

Policy tightening in the late 1970s and early 1980s to contain high inflation contributed to a highly synchronized downturn in growth in many countries and a global recession in 1982. The global recession was followed by financial crises in EMDEs in the 1980s and 1990s. Because of high debt and sizable fiscal and current account deficits, there is a danger that financial stresses will again emerge in EMDEs.



Sources: Kose, Sugawara, and Terrones (2020); Haver Analytics; International Monetary Fund; Laeven and Valencia (2020); World Bank.

Note:

- A. Figure shows global per capita GDP growth in the years of global recessions since 1960.
- B. Share of countries in recession, defined as a contraction in per capita GDP.
- C. Total number of banking, currency, and sovereign debt crises in EMDEs over respective periods.
- D. Medians based on a sample of up to 155 EMDEs.

Structural forces of disinflation

In addition to these short-term risks to inflation, the structural forces that have depressed inflation over recent decades may fade. Demographic changes, technological advances, globalization, and structural changes were instrumental in keeping inflation low over the past three decades (Ha, Kose, and Ohnsorge 2022). Should these forces recede, increases in short-term inflation may become more persistent, and thus threaten the anchoring of long-term inflation expectations (Gersbach 2021; Rogoff 2003, 2014).

While all these structural factors have been credited with contributing to the decline in inflation over the past three decades, the magnitudes of their effects remain poorly understood. These forces could also interact with cyclical shocks that could generate unpredictable swings in inflation.

Demographic changes. Rapid labor force growth, due to population growth and increased participation of women, helped dampen increases in wages and input costs (Goodhart and Pradhan 2020). There is possibility that the disinflationary benefits reaped from this process are now at an inflection point as the share of the working-age population stabilizes even in EMDEs (World Bank 2018).

Technological advances. Automation, the increasing adaptability of computers, robotics, and artificial intelligence have improved production processes in many sectors. These factors have lowered demand for routine production and clerical workers and lowered wage and price pressures (Autor, Dorn, and Hanson 2015). In some advanced economies, disinflation has also been attributed to price transparency and competitive pressures introduced by the growing digitalization of services (Goolsbee and Klenow 2018; Dong, Fudurich, and Suchanek 2017). It is possible that the biggest gains from such technological advances have now been exhausted and future progress will be slower.

Globalization. Over the past three decades, the entry of China and Eastern Europe into the global trading system has greatly reduced the prices of many manufactured goods. Over the past decade, however, the maturing of global value chains appears to have contributed to slowing trade growth (World Bank 2020b). New tariffs and import restrictions, rising protectionist sentiment and growing geopolitical risks may eventually slow or even reverse the pace of globalization and its disinflationary impact.

Sectoral shifts. In EMDEs, the large-scale shift of resources from agriculture to higher productivity employment in manufacturing offered productivity gains (Dieppe 2021). The momentum for such shifts has already slowed over the past decade and may slow further over the next decade. As this process slows, its disinflationary impacts may recede.

Policy frameworks. Over the past four decades, many advanced economies and EMDEs implemented macroeconomic stabilization programs and structural reforms, improved fiscal frameworks, and gave their central banks clear mandates to control inflation. Mounting public and private debt in EMDEs or populist sentiment could weaken commitment to disciplined fiscal and monetary policy frameworks (Ha and Kindberg-Hanlon 2021; Kose et al. 2019).

Document 3 :

Prévisions économiques du printemps 2022 : l'invasion russe met à l'épreuve la résilience économique de l'UE

Communiqué de presse de la Commission européenne
Bruxelles, le 16 mai 2022

Avant que la guerre n'éclate, les perspectives de l'économie de l'UE étaient celles d'une expansion solide et prolongée, mais l'invasion de l'Ukraine par la Russie a créé de nouveaux défis, juste au moment où l'Union se remettait des conséquences économiques de la pandémie. En exerçant de nouvelles pressions à la hausse sur les cours des matières premières, pressions qui entraînent de nouvelles ruptures d'approvisionnement et accentuent l'incertitude, la guerre renforce les vents contraires auxquels la croissance devait déjà faire face, mais qui, selon les prévisions précédentes, étaient censés faiblir. En conséquence, la Commission européenne a dû revoir les prévisions de croissance de l'UE à la baisse, et les prévisions d'inflation à la hausse.

La croissance ralentit à mesure que la guerre renforce les vents contraires qui soufflaient déjà

Le PIB de l'UE devrait rester positif tout au long de la période de prévision, sous l'effet combiné des réouvertures post-confinement et des mesures fortes prises par les pouvoirs publics pour soutenir la croissance durant la pandémie. La consommation privée devrait notamment être soutenue par la réouverture post-pandémie des métiers de contact, la vigueur et l'amélioration constante du marché du travail, une accumulation d'épargne moins forte et des mesures budgétaires visant à compenser la hausse des prix de l'énergie. Les investissements devraient bénéficier du plein déploiement de la facilité pour la reprise et la résilience, ainsi que de la mise en œuvre du programme de réformes qui l'accompagne.

La croissance du PIB réel, tant dans l'UE que dans la zone euro, est maintenant estimée à 2,7 % pour 2022 et à 2,3 % pour 2023, contre, respectivement, 4,0 % et 2,8 % (2,7 % dans la zone euro) dans les prévisions intermédiaires de l'hiver 2022. Pour 2022, la révision à la baisse doit être appréciée au regard de la dynamique de croissance enregistrée par l'économie au printemps et à l'été l'année dernière, qui compte pour environ 2 points de pourcentage dans le taux de croissance annuel de cette année. La croissance de la production sur l'année a été ramenée de 2,1 % à 0,8 %.

L'économie mondiale et l'économie de l'UE pâtissent principalement des prix des matières premières énergétiques. Alors que les prix avaient déjà considérablement augmenté avant la guerre, à partir des faibles niveaux enregistrés pendant la pandémie, l'incertitude autour des chaînes d'approvisionnement les a poussés à la hausse et a accru leur volatilité. La situation étant la même pour les produits alimentaires et les autres biens et services de base, les ménages voient leur pouvoir d'achat diminuer.

Les perturbations de la logistique et de la chaîne d'approvisionnement imputables à la guerre, ainsi que l'augmentation des coûts des intrants pour un large éventail de matières premières,

aggravent la désorganisation du commerce mondial causée par les mesures radicales de confinement que la Chine applique encore sur son territoire dans le contexte de la COVID-19, au détriment de la production.

Les prix de l'énergie poussent l'inflation à des niveaux records

L'inflation connaît une accélération depuis le début de l'année 2021. Elle est passée de 4,6 % (en glissement annuel) au dernier trimestre de 2021 à 6,1 % au premier trimestre de 2022. Dans la zone euro, l'inflation globale a bondi à 7,5 % en avril, ce qui est le taux le plus élevé de l'histoire de l'union monétaire.

Elle devrait atteindre 6,1 % en 2022, avant de reculer à 2,7 % en 2023. Il s'agit, pour l'ensemble de l'année 2022, d'une révision à la hausse considérable par rapport aux prévisions intermédiaires de l'hiver 2022 (3,5 %). L'inflation devrait culminer à 6,9 % au deuxième trimestre de cette année et diminuer progressivement par la suite. Dans l'UE, l'inflation devrait passer de 2,9 % en 2021 à 6,8 % en 2022, puis retomber à 3,2 % en 2023. L'inflation sous-jacente moyenne devrait dépasser 3 % en 2022 et en 2023, dans l'UE comme dans la zone euro.

Le marché du travail est dynamique et sa situation continue de s'améliorer

Le marché du travail est suffisamment solide pour faire face à la nouvelle crise. En 2021, plus de 5,2 millions d'emplois ont été créés par l'économie de l'UE, ce qui a attiré près de 3,5 millions de personnes supplémentaires sur le marché du travail. En outre, le nombre de chômeurs a diminué de près de 1,8 million de personnes. À la fin de 2021, les taux de chômage n'avaient jamais été aussi bas.

La situation sur le marché du travail devrait continuer de s'améliorer. Dans l'UE, l'emploi devrait augmenter de 1,2 % cette année, même si ce taux de croissance annuel est dû essentiellement à la forte dynamique observée au second semestre de l'année dernière. Les personnes fuyant la guerre en Ukraine ne devraient entrer sur le marché du travail que progressivement, et les effets concrets n'être visibles qu'à partir de l'année prochaine.

Les taux de chômage devraient continuer de baisser, pour atteindre 6,7 % en 2022 et 6,5 % en 2023 dans l'UE, et 7,3 % en 2022 et 7,0 % en 2023 dans la zone euro.

La réduction des déficits publics se poursuit, mais le coût de la guerre s'alourdit

Malgré le coût des mesures visant à atténuer les effets de l'envolée des prix de l'énergie et à soutenir les personnes fuyant l'Ukraine, le déficit public global dans l'UE devrait continuer à se résorber en 2022 et en 2023, au gré du retrait des mesures de soutien temporaires adoptées dans le contexte de la COVID-19. Il est prévu que le déficit dans l'UE passe de 4,7 % du PIB en 2021 à 3,6 % du PIB en 2022 et à 2,5 % en 2023 (à 3,7 % et 2,5 %, respectivement, dans la zone euro).

Après avoir atteint un niveau historique de 92 % du PIB en 2020 (près de 100 % dans la zone euro) puis être tombé à environ 90 % en 2021 (97 % dans la zone euro), le ratio d'endettement global de l'UE devrait continuer de diminuer pour s'établir à environ 87 % en 2022 et 85 % en 2023 (95 % et 93 %, respectivement, dans la zone euro), au-dessus donc de son niveau d'avant-pandémie.

L'incertitude et les risques dépendent de l'évolution de la guerre

Les risques pesant sur les prévisions relatives à l'activité économique et à l'inflation sont étroitement liés à l'évolution de la guerre, et en particulier à son incidence sur les marchés de l'énergie.

Compte tenu de la forte incertitude, les prévisions de référence s'accompagnent d'une analyse de scénarios fondée sur des modèles qui simulent l'incidence de la hausse des prix des matières premières énergétiques, ainsi que d'une interruption pure et simple de l'approvisionnement en gaz russe. Dans ce dernier scénario (le plus dommageable), les taux de croissance du PIB seraient inférieurs d'environ 2,5 points de pourcentage et 1 point de pourcentage aux prévisions de référence en 2022 et 2023, respectivement, tandis que l'inflation augmenterait de 3 points de pourcentage en 2022 et de plus de 1 point en 2023, soit davantage qu'anticipé dans la projection de référence.

Outre ces possibles perturbations de l'approvisionnement énergétique, des difficultés des chaînes d'approvisionnement plus graves que prévu et de nouvelles hausses des prix des matières premières hors énergie, en particulier des denrées alimentaires, pourraient renforcer les pressions à la baisse sur la croissance, et les pressions à la hausse sur les prix. Des effets de second tour plus importants que prévu en cas de choc inflationniste importé pourraient démultiplier le risque de stagflation. Les fortes pressions inflationnistes font également peser des risques accrus sur les conditions de financement. Enfin, la COVID-19 reste un facteur de risque.

Au-delà de ces risques immédiats, l'invasion de l'Ukraine entraîne un désaccouplement économique de l'UE avec la Russie, dont les conséquences sont difficilement mesurables à ce stade.

Déclarations de membres du collège :

Le vice-président exécutif pour une économie au service des personnes, M. Valdis Dombrovskis, a déclaré : *«Il ne fait aucun doute que l'économie de l'UE traverse une période difficile en raison de la guerre que la Russie mène contre l'Ukraine. C'est pourquoi nous avons revu nos prévisions à la baisse. Le principal facteur négatif est l'envolée des prix de l'énergie, qui a poussé l'inflation à des niveaux records et fait peser une charge sur les entreprises et les ménages européens. La croissance se poursuivra cette année et l'année prochaine, mais elle sera beaucoup moins forte que prévu. L'incertitude et les risques pesant sur les prévisions resteront élevés aussi longtemps que durera l'agression de la Russie contre l'Ukraine. Mais des éléments positifs nous permettent de faire face à cette crise. Nos fondamentaux économiques sont solides : avant le début de cette guerre, l'économie de l'UE s'était engagée sur la voie d'une reprise et d'une croissance fortes. Le nombre d'emplois créés dans l'économie de l'UE augmente, ce qui fait que davantage de personnes entrent sur le marché du travail et que le chômage se maintient à un niveau bas. Et la mise en œuvre pleine et entière des plans pour la reprise et la résilience des États membres donnera le coup d'accélérateur indispensable à notre puissance économique.»*

Le commissaire à l'économie, M. Paolo Gentiloni, a quant à lui déclaré : *«L'invasion de l'Ukraine par la Russie provoque d'innombrables souffrances et destructions, mais elle pèse également sur la reprise économique de l'Union. La guerre a entraîné une flambée des prix de l'énergie et de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement, de sorte qu'il est maintenant prévu que l'inflation reste plus élevée plus longtemps. Le fort rebond économique*

de l'année dernière aura un effet positif durable sur les taux de croissance cette année. Un marché du travail solide, la réouverture post- pandémie et NextGenerationEU devraient apporter un soutien supplémentaire à nos économies et contribuer à réduire l'endettement et les déficits publics. Ces prévisions sont toutefois sujettes à une grande incertitude et à des risques importants qui sont étroitement liés à l'évolution de la guerre menée par la Russie. D'autres scénarios sont possibles, dans lesquels la croissance pourrait être plus faible et l'inflation plus élevée que nous ne le prévoyons aujourd'hui.»

Contexte

Ces prévisions reposent sur un ensemble d'hypothèses techniques – fondées sur des données arrêtées au 29 avril – relatives aux taux de change, aux taux d'intérêt et aux prix des matières premières. Pour toutes les autres données nécessaires, y compris les hypothèses relatives aux politiques publiques, les prévisions se fondent sur des informations allant jusqu'au 29 avril inclus. Sauf annonce crédible et suffisamment détaillée, les projections reposent sur une hypothèse de politiques inchangées.

La Commission européenne publie chaque année deux séries de prévisions complètes (printemps et automne) et deux séries intermédiaires (hiver et été). Les prévisions intermédiaires couvrent, pour l'année en cours et l'année suivante, le PIB et l'inflation annuels et trimestriels pour chaque État membre ainsi que pour l'ensemble de l'UE et l'ensemble de la zone euro.

Les prévisions économiques de l'été 2022 de la Commission européenne, qui actualiseront les projections en matière de PIB et d'inflation, devraient être présentées en juillet 2022.

De la stagflation à la dépression

Jean-Paul Fitoussi,

Directeur du département des études de l'OFCE

Jacques Le Cacheux,

Chargé d'études à l'OFCE

Le relatif succès de la lutte contre l'inflation et l'attention excessive portée à la courte période tendent à masquer les évolutions tendanciennes des économies développées. Le consensus politique autour de l'idée du rétablissement des « grands équilibres » fait que les raisons de l'aggravation continue du chômage en Europe — problème fondamental s'il en est — ne sont pas débattues.

Dans notre interprétation — keynésienne, puisque seule cette théorie traite du chômage involontaire — les évolutions économiques des quinze dernières années ont un caractère cumulatif et auto-entretenu. Les déséquilibres global et structurels résultant des différents chocs — dont la double nature de chocs d'offre et de demande n'a pas toujours été perçue — se conjugent et s'aggravent mutuellement dans un enchaînement d'ajustements quantitatifs à la baisse, qui produit dans un premier temps la stagflation, puis la dépression.

Les comportements non-coopératifs des agents privés et publics renforcent ces tendances. En période de demande soutenue sur leurs marchés, les coalitions d'offreurs alimentent l'inflation par la surindexation des prix. L'inversion quasi-générale, à la suite du second choc pétrolier, des priorités de la politique économique, en conduisant à la désinflation par une demande décroissante, confère aux relations économiques internationales un caractère non-coopératif de concurrence par la dépression.

Seule la réaffirmation de la primauté des objectifs de croissance et d'emploi permettrait la coordination internationale de politiques macroéconomiques d'expansion, nécessaire pour inverser ces enchaînements pervers.

Après une décennie caractérisée par la coexistence d'une forte inflation et d'une augmentation considérable du chômage dans la plupart des pays occidentaux, les années quatre-vingt se sont ouvertes sur une altération de la situation économique : l'inflation semble durable-

ment ralentie, tandis que le chômage continue d'augmenter, en Europe du moins. De manière significative, cette inflexion n'a pas affecté le vocabulaire : on parle toujours de *La Crise*, usant, pour la déflation présente, du terme même que la stagflation des années soixante-dix avait mis à l'honneur.

Nous nous proposons dans cet article de prendre quelques distances par rapport aux problèmes immédiats et de porter un jugement sur l'évolution de la décennie passée à partir d'une analyse inspirée principalement des enseignements de la *Théorie Générale* de Keynes. Les limites d'un tel exercice sont évidentes. Il ne peut être que partiel et donc partial. Mais la simplification est non seulement inévitable, elle est souhaitable si l'on veut relancer le débat d'idées à un moment où la politique économique semble faire l'objet d'un consensus général et que donc le problème le plus grave que le pays doit affronter — la montée du chômage — n'est, au fond, pas débattu.

L'interprétation des évolutions économiques que nous proposons ici est essentiellement théorique, en ce qu'elle s'attache, à partir d'observations nécessairement partielles, mais jugées significatives, à mettre en évidence le caractère pervers et auto-entretenu des enchaînements qui ont conduit à la situation présente, de la stagflation des années soixante-dix à la simple dépression des années quatre-vingt. Elle montre comment différents chocs — technologiques, pétroliers, sociaux... qui se conjuguent aux déformations spontanées de la demande — sont à l'origine à la fois d'un déséquilibre global et de déséquilibres structurels qui s'aggravent mutuellement. Elle souligne le rôle des comportements non-coopératifs dans cette propagation : dans les économies nationales, la persistance des déséquilibres résulte en effet pour une part du jeu des coalitions dans la fixation des prix, tandis qu'à l'échelle internationale, l'interaction des politiques macroéconomiques, visant à réduire l'inflation tout en satisfaisant la contrainte extérieure, conduit à une dynamique de dépression.

Elle permet enfin de prendre la mesure des évolutions tendanciennes, en évitant de porter des jugements hâtifs à partir d'indices trimestriels, voire mensuels. Le jugement que l'on portait sur l'économie américaine en septembre 1982, sur son déclin séculaire, sur la perte d'influence de l'Amérique dans le monde était tout aussi définitif que celui que l'on a pu porter plus récemment sur l'étonnante capacité du système américain à créer des emplois, à susciter la croissance. Un peu de recul permet de constater que l'activité économique depuis la seconde guerre mondiale a été caractérisée aux Etats-Unis par d'amples fluctuations : observant des phases opposées du cycle, on est amené à porter des jugements totalement différents. Ce qui caractérise au contraire l'activité économique en Europe, c'est avant tout une certaine permanence des équilibres jusqu'à la fin des années soixante⁽¹⁾ et, depuis lors, l'aggravation persistante du chômage qui atteint aujourd'hui des niveaux alarmants et dont tout, dans l'environnement et les politiques en vigueur, donne à craindre l'augmentation continue.

(1) Les déséquilibres qui allaient ensuite se révéler étaient déjà latents dans certains pays, depuis le milieu des années soixante.

Stagflation et théorie keynésienne : une analyse macroscopique

Cinq décennies de controverses et d'exégèses ont produit une variété remarquable de lectures de la *Théorie Générale* de Keynes. Certes la richesse même de l'ouvrage et, sans doute, sa forme littéraire permettent-elles de trouver dans le texte des justifications à cette pluralité des analyses s'en réclamant. Mais nombre d'interprétations contemporaines de la théorie keynésienne ont eu pour effet d'en masquer ce qui en constitue indéniablement l'essentiel : l'existence possible, *ex ante*, d'un excès d'épargne, c'est-à-dire, dans la terminologie keynésienne habituelle, d'une déficience de la demande globale. L'excès dont il s'agit est une notion relative : il peut se manifester à partir de n'importe quel niveau initial ⁽²⁾. La réalisation de l'équilibre macroéconomique — et l'égalisation des flux d'épargne et d'investissement — passe alors par un ajustement à la baisse de la production, et donc du revenu et de l'épargne. Dans une économie en croissance cet excès entraîne, selon son ampleur et celle de ses effets, un ralentissement ou une diminution de l'activité.

Cette défaillance des mécanismes économiques spontanés, dont la mise en évidence est l'enseignement majeur de la *Théorie Générale*, est due à la difficulté de coordination intertemporelle des décisions et activités économiques des agents, dans un système décentralisé, en l'absence d'un ensemble complet de marchés futurs, comme l'indique explicitement la citation suivante :

« Une décision individuelle d'épargne revient — pour ainsi dire — à renoncer à son dîner du jour. Mais elle n'implique nullement qu'on prenne simultanément la décision de dîner ou d'acheter une paire de chaussures une semaine ou une année plus tard... Ainsi, elle déprime l'activité de préparation du dîner d'aujourd'hui sans stimuler l'activité de préparation d'un quelconque acte de consommation future. Ce n'est pas la substitution d'une demande de consommation future à une demande de consommation présente, c'est une diminution nette de cette dernière... Si épargner consistait non seulement en une abstention de consommation présente, mais aussi dans le passage simultané d'une commande ferme de consommation future, l'effet pourrait bien évidemment être tout autre ».

Keynes (1936, *Théorie Générale*)
traduction des auteurs.

(2) La notion d'excès d'épargne identifiée ici ne préjuge en rien de l'optimalité ou non des niveaux des flux d'épargne et d'investissement du point de vue de la croissance de l'économie.

L'existence de marchés sur lesquels les agents peuvent, dans l'instant présent, passer des contrats concernant l'ensemble des biens futurs est une hypothèse essentielle du cadre institutionnel de l'analyse néo-classique, hypothèse qui dans de nombreux cas est nécessaire à l'obtention de l'équilibre général dans une économie ayant une dimension temporelle. Constaté l'inexistence de bon nombre de marchés futurs revient donc à priver la « main invisible » de l'un de ses attributs indispensables à l'équilibre intertemporel. C'est reconnaître la possibilité d'une épargne excessive et d'une déficience de la demande globale. C'est identifier des situations de déséquilibre persistant ou encore d'équilibre avec sous-emploi des ressources. Les taux d'utilisation de facteurs de production sont des variables d'ajustement dans la théorie keynésienne, qui permet ainsi l'étude de systèmes économiques complexes dans lesquels opèrent deux variables de régulation — les quantités et les prix.

L'apparition d'une situation de sous-emploi n'est pas nécessairement la conséquence d'un manque de flexibilité des prix. Elle peut même s'aggraver lorsque l'adaptation des prix va dans « le bon sens ». Il se peut qu'un salaire réel « trop » élevé⁽³⁾ soit une cause ou le symptôme du chômage et que, malgré cela, la baisse du salaire nominal ne puisse rétablir le plein emploi. En statique comparative un équilibre de plein emploi peut bien correspondre à un *niveau* plus faible des salaires. Mais la transition d'un niveau à l'autre implique un enchaînement dynamique pendant lequel le salaire est *décroissant*. Or le jeu des anticipations des agents économiques peut alors provoquer une aggravation de la dépression⁽⁴⁾ (Keynes, 1936, chapitre 19).

Keynes pensait que la baisse des salaires réels — que la diminution des salaires nominaux ne pouvait accomplir — pouvait être obtenue par l'inflation des prix des seuls biens. Mais dans une économie où les revenus des agents sont liés par des procédures implicites ou explicites d'indexation, l'inflation perd son pouvoir de régulation. Il peut donc y avoir coexistence entre inflation et chômage, dès lors que les déterminants de ces deux phénomènes sont dissociés. Pour que puisse se manifester une situation de stagflation, il suffit que le prix des biens ou celui du travail soit exogène, c'est-à-dire qu'il ne soit pas déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande sur son marché, et qu'il soit lié au prix qui fait l'objet d'une augmentation. A la lumière de cette analyse, on voit que la hausse des salaires et des prix d'une part, l'augmentation du chômage de l'autre peuvent parfaitement coexister.

L'observation d'épisodes de stagflation au cours des années soixante-dix ne saurait donc infirmer empiriquement la théorie keynésienne. Au contraire, l'évolution de l'économie mondiale depuis une douzaine d'années présente, à l'évidence, les principaux symptômes d'une situation keynésienne, ce qui va nous permettre de fournir une explication simple de la crise mondiale subséquente aux deux chocs pétroliers.

(3) Nous ne nous prononcerons pas sur la question de savoir si le niveau du salaire réel est « trop » élevé aujourd'hui. Une telle proposition repose sur des hypothèses relatives à la structure de l'économie (concurrence parfaite) et à la nature des rendements (rendements décroissants) dont on ne peut dire qu'elles sont légitimées par des études empiriques.

(4) Même si l'on prend en considération l'effet d'encaisses réelles.

Les périodes de haut niveau d'activité ou de croissance de ce niveau sont généralement caractérisées par un système d'indexation qui rigidifie les prix relatifs. Dès lors un choc de prix relatifs ne peut se traduire que par l'inflation. S'agissant au surplus du prix d'un facteur de production qui, au moins dans la courte période, est complémentaire des autres facteurs, il est aisé de comprendre les raisons de la propagation rapide des augmentations de prix.

Mais les chocs pétroliers ont eu un autre effet, qui a insuffisamment été pris en compte dans les analyses de la période récente. Il s'agit certes de chocs d'offre — ce qui est généralement mis en exergue — mais aussi de demande⁽⁵⁾. L'augmentation brutale du prix relatif du pétrole a en effet opéré une redistribution soudaine du revenu mondial, des pays consommateurs vers les pays producteurs. Dans la mesure où la capacité initiale d'absorption de ceux-ci était limitée, un tel transfert forcé a nécessairement entraîné, dans un premier temps du moins, une augmentation de la propension moyenne mondiale à épargner et donc un excès d'épargne *ex ante*.

Dans un schéma keynésien simple, faisant abstraction des évolutions de prix, de tels chocs de demande conduisent, en statique comparative, à un nouvel équilibre — de sous-emploi — où le niveau de l'activité est plus faible, et le montant effectif de l'épargne moins élevé qu'initialement. Si la même analyse est transposée dans un modèle dynamique de croissance, l'investissement s'installe alors sur un sentier plus bas et, en l'absence de mécanismes correcteurs, la croissance demeure durablement inférieure à ce qu'elle était avant le choc.

Or qu'observe-t-on ? Dans la plupart des pays, la production et le revenu national ont subi une chute brutale en 1974-1975, et de nouveau en 1980-1981. A la suite de la première de ces récessions les principales composantes de la demande interne des pays industriels — en particulier les dépenses publiques — ont été fortement orientées à la hausse, ce qui a permis de retrouver en 1978-1979 des taux de croissance voisins, presque partout, de ceux qu'avaient connus ces économies avant le premier choc pétrolier, mais dans un contexte d'inflation élevé. En revanche, après le second choc il en a été tout autrement, sauf aux Etats-Unis et au Japon. A ces exceptions près, le taux de croissance moyen des dernières années est partout très inférieur à celui qui prévalait au cours des deux décennies précédentes (tableau 1). En Europe et sur toute la période étudiée, il a même été, dans plusieurs pays, divisé par quatre, tandis que le taux de chômage était multiplié par quatre ou cinq selon les cas, l'augmentation la plus persistante étant consécutive au second choc pétrolier (tableau 2).

(5) La hausse du prix relatif d'un facteur de production suscite en effet un déplacement de la courbe d'offre de courte période (choc d'offre), mais la redistribution des revenus qui s'ensuit produit une diminution de la demande (choc de demande).

1. Taux de croissance annuels du PIB réel des grands pays industrialisés 1960-1984

En pourcent	1960-1967 (*)	1968-1973 (*)	1974-1979 (*)	1980-1984 (*)	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
	Etats-Unis	4,5	3,3	2,6	2,1	- 0,7	- 0,7	4,9	5,2	4,7	2,3	- 0,2	3,0	- 2,4	3,8
Japon	10,5	8,8	3,6	4,3	- 1,0	2,3	5,3	5,3	5,0	5,1	4,9	4,0	3,2	3,0	4,7
RFA	4,2	4,9	2,4	0,9	0,7	- 1,6	5,4	3,1	3,1	4,1	2,0	0,0	- 1,0	1,0	2,4
France	5,4	5,9	3,1	1,0	3,2	0,2	4,9	3,1	4,0	3,3	1,1	0,3	1,6	0,7	1,4
Royaume-Uni	3,1	3,1	1,4	0,6	- 0,9	- 0,9	3,7	1,2	3,5	2,0	- 2,6	- 1,3	2,3	3,3	2,0
Italie	5,7	4,6	2,6	1,1	4,1	- 3,6	5,9	1,9	2,7	4,9	3,9	0,1	- 0,3	- 1,2	2,9
Moyenne CE	4,4	4,8	2,4	0,9	1,6	- 1,2	5,1	2,4	3,3	3,4	1,0	- 0,3	0,5	0,9	2,2
Moyenne OCDE	5,1	4,8	2,7	2,0	0,8	- 0,3	4,8	3,7	3,9	3,2	1,3	1,8	- 0,3	2,3	4,7

Sources : CCE. Bilan économique annuel 1984-1985.

(*) Taux annuels moyens.

Les évolutions dans les différents pays n'étant pas synchrones, le choix des dates délimitant la période présente une part d'arbitraire et n'est pas toujours le plus pertinent.

2. Taux de chômage dans plusieurs pays développés

Moyenne annuelle en pourcentage de la population active civile 1960-1984

	1960-1967	1968-1973	1974-1979	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (*)
Etats-Unis	5,1	4,7	6,8	4,9	5,6	8,5	7,7	7,1	6,0	5,8	7,1	7,6	9,7	9,6	7,5	7,2
Japon	1,4	1,2	1,9	1,3	1,4	1,9	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	2,7	2,5
RFA	0,8	0,9	3,6	1,0	2,2	4,1	4,1	4,0	3,8	3,3	3,3	4,7	6,8	8,4	8,5	8,5
France	0,7	1,5	4,4	1,8	2,3	3,9	4,3	4,8	5,2	6,0	6,4	7,8	8,8	9,0	10,7	12,4
Royaume-Uni	1,7	2,6	4,5	2,4	2,4	3,7	5,1	5,4	5,3	4,9	6,3	9,2	10,6	11,5	11,6	11,7
Italie	5,7	4,8	6,1	4,9	4,8	5,3	5,6	6,4	7,1	7,5	8,0	8,8	10,5	11,8	12,5	12,9
Belgique	2,1	2,5	6,5	2,8	3,1	5,1	6,5	7,5	8,1	8,4	9,1	11,2	13,1	14,4	14,4	14,8
Pays-Bas	0,7	1,9	5,1	2,9	3,7	5,3	5,6	5,4	5,4	5,5	6,2	8,8	11,7	14,0	14,8	14,8
CE 9	2,1	2,3	4,7	2,5	2,9	4,3	4,9	5,3	5,5	5,5	6,1	7,8	9,4	10,6	11,0	11,5

Sources : CCE, *Bilan économique annuel 1984-1985*, novembre 1984 et OCDE, *Perspectives de l'emploi*, septembre 1984.

(*) Prévisions CCE, sauf pour les Etats-Unis et le Japon : prévisions OCDE.

